



Research and  
Development Center

# 首次覆盖：具有估值支撑的锂电材料龙头

—— 杉杉股份（600884.sh）深度报告

2012 年 12 月 17 日

范海波 CFA  
行业分析师

## 证券研究报告

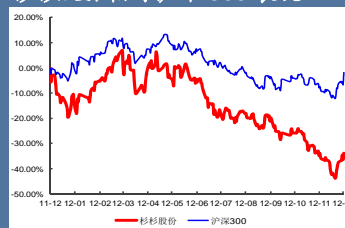
### 公司研究——调研报告

#### 杉杉股份（600884.sh）



首次评级

杉杉股份相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据（2012-12-14）

收盘价（元）	9.17
52 周内股价波动区间(元)	15.08-7.56
最近一月涨跌幅(%)	13.63
总股本(亿股)	4.11
流通 A 股比例(%)	100
总市值(亿元)	37.68

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街 9 号院  
1 号楼 6 层研究开发中心  
邮编：100031

范海波 CFA, 行业分析师  
执业编号：S1500510120021  
联系电话：+86 10 63081252  
邮箱：fanhaibo@cindasc.com

刘强 研究助理  
联系电话：+86 10 63081251  
邮箱：liuqiang1@cindasc.com

## 首次覆盖：具有估值支撑的锂电材料龙头

### 深度报告

2012 年 12 月 17 日

#### 本期内容提要：

- ◆ **公司是未来千亿综合商社的主体。**杉杉集团致力于打造一个千亿规模的综合商社，公司作为集团的主体，具有很大的增长空间。同时，集团的商社化运营有利于公司产品走出去，实现规模扩张。
- ◆ **锂电池材料龙头，业绩持续增长。**锂电池是新能源汽车的主流选择，这会加大对锂电池材料的需求。同时，从全球格局来看，全球锂电池的制造中心正向中国转移，进一步刺激锂电池材料的需求。在此背景下，公司致力于打造全球最大锂电池材料提供商，我们预计锂电业绩将呈现 25%以上的增长。
- ◆ **公司投资业务价值被市场低估。**公司投资业务主要包括三个方面：金融股权投资、创投业务、产业相关的收购与兼并。公司已经参股了宁波银行、浙江稠州银行，投资了一系列优良的未上市公司。我们认为公司投资的全部股权至少价值 27.02 亿元，折合每股 6.57 元。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们采取分部 PB 估值法进行估值，我们给予公司锂电池材料和服装业务 12 年 PB 范围为 1.3~1.5 倍，投资业务 12 年 PB 范围为 1.1~1.2 倍，计算出公司合理估值区间为 9.54~10.53 元，考虑到公司是锂电池材料龙头，首次覆盖给予公司“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**新能源汽车未来的超预期发展；被投资公司的上市。
- ◆ **风险因素：**新能源汽车的推广低于预期；锂电池材料的技术风险；服装业务对业绩的影响。

#### 公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	2,840.51	3,002.18	3,709.80	4,464.00	5,393.39
增长率 YoY %	33.24%	5.69%	23.57%	20.33%	20.82%
净利润(百万元)	120.73	153.40	156.48	207.65	270.58
增长率 YoY%	26.87%	27.06%	2.01%	32.70%	30.30%
毛利率%	24.07%	24.43%	24.20%	24.76%	25.05%
净资产收益率 ROE%	3.57%	4.97%	5.26%	6.57%	7.96%
每股收益 EPS(元)	0.29	0.37	0.38	0.51	0.66
市场一致预期 EPS(元)			0.42	0.57	0.77
市盈率 P/E(倍)	31	25	24	18	14
市净率 P/B(倍)	1.15	1.30	1.23	1.15	1.07

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2012 年 12 月 14 日收盘价

## 目 录

投资聚焦	1
千亿综合商社主体，未来发展潜力巨大	2
杉杉集团走向千亿综合商社	2
千亿综合商社主体，具有持续发展优势	4
锂电驱动未来，需求空间巨大	6
锂电池市场空间已经打开	6
中短期受政策驱动	7
锂电池材料需求巨大	9
杉杉锂电业务优势明显：全球最大锂电材料综合提供商	12
负极材料国际领先	12
正极材料在转型，盈利能力提高	13
电解液材料低调增长	16
向上游扩张降低成本	18
向下游延伸提高盈利能力	19
投资业务被低估	20
分类明晰，增值空间大	20
股权价值被低估	21
服装业务增长有望超出预期	22
国内消费潜力依然很大	22
“多品牌，国际化”发展，盈利持续增长	23
盈利预测与投资评级	24
主要假设与经营预测	24
估值与投资评级	25
风险因素	27

## 图 目 录

图 1：杉杉股份背靠杉杉集团	2
图 2：杉杉集团与伊藤忠商事产业可以互补	3
图 3：伊藤忠商事收入规模大、持续增长	3
图 4：综合商社阶段收入将快速增长	4
图 5：杉杉股份主业优良	5
图 6：杉杉股份收入持续增长	5
图 7：未来动力和储能电池需求巨大	7
图 8：锂电池市场空间巨大	7
图 9：我国锂电池产量受政策驱动	9
图 10：锂电池需求带动材料需求	10
图 11：2009 年正极、负极和电解液产值占比超 70%	10
图 12：2011 年正极、负极和电解液产值占 68.96%	10
图 13：锂电池材料需求巨大	11
图 14：杉杉负极产值持续提升	13
图 15：正极行业竞争激烈	14
图 16：钴酸锂盈利能力下降	14
图 17：公司正极产品多元化发展	15
图 18：与伊藤忠商事的合作可逐步深入	16
图 19：杉杉正极产值将持续增大	16
图 20：电解液盈利能力稳定	17
图 21：六氟磷酸锂价格下降将提升电解液盈利能力	18
图 22：电解液产值将持续提升	18
图 23：杉杉向上游扩张降低成本	19
图 24：杉杉向下游延伸提高盈利能力	20
图 25：公司投资业务增值空间大	21
图 26：未来服装消费将维持较快增长	23
图 27：杉杉服装业务稳步增长	23

## 表 目 录

表 1：锂电池性能优良	6
表 2：政策驱动锂电池需求	8
表 3：新能源汽车带动锂电池材料的需求	11
表 4：杉杉是负极龙头	12
表 5：钴酸锂以外的正极材料更适用于动力电池	15
表 6：行业布局稳定	17
表 7：上市公司股权价值大	21
表 8：公司持有的股权价值大	22
表 9：公司各项业务收入和毛利率预测	24
表 10：公司董事会报告中各业务净利润情况（单位：万元）	25
表 11：用分业务 PB 估值法对公司估值	26
表 12：A 股锂电池、服装业务可比公司估值分析	26

## 投资聚焦

### 主要内容

公司是未来千亿综合商社的主体，规模有望保持 20%以上的增长。公司作为锂电材料龙头企业，主要产品包括正极、负极、电解液，未来具有较大的成长空间。同时，公司投资业务具有较大的估值支撑作用，公司的服装业务处于周期性低点。

### 投资逻辑

**1、锂电池材料具有较大的发展空间。**锂电池是新能源汽车的主流选择，这会加大对锂电池材料的需求，我们预计未来三到四年将为正极、负极、电解液材料带来 80 亿以上的增量空间。同时，从全球格局来看，全球锂电池的制造中心正向中国转移；未来储能市场将慢慢打开，这些都将进一步刺激国内锂电池材料的需求。

**2、公司作为锂电池材料龙头，业绩将持续较快增长。**公司致力于打造全球最大锂电池材料提供商，产品已经覆盖正极、负极、电解液，各种材料可以搭配销售，较其他厂商具有较大优势。其中负极材料公司是绝对龙头，正极材料可以共线生产，电解液将维持 30%的较高毛利率。我们预计公司未来锂电业绩将呈现 25%以上的增长。

**3、公司投资业务价值被市场低估。**公司投资业务主要包括三个方面：金融股权投资、创投业务、产业相关的收购与兼并。公司已经参股了宁波银行、浙江稠州银行，投资了一系列优良的未上市公司。我们认为公司投资的全部股权至少价值 27.02 亿元，折合每股 6.57 元

### 有别于大众的认识

分析得出其投资业务被低估的结论；第一次在券商报告中提出杉杉股份是未来千亿综合商社主体的概念，并且首次分析了杉杉集团发展的三个阶段。

### 盈利预测及投资评级

我们采取分部 PB 估值法进行估值，我们给予公司锂电池材料和服装业务 12 年 PB 范围为 1.3~1.5 倍，投资业务 12 年 PB 范围为 1.1~1.2 倍，计算出公司合理估值区间为 9.54~10.53 元，考虑到公司锂电材料龙头地位、未来新能源汽车和储能发展对公司成长性的贡献以及目前行业仍处于底部区域的现状，首次覆盖给予公司“增持”评级。

### 股价催化剂

新能源汽车未来的超预期发展；被投资公司的上市。

### 主要风险

新能源汽车的推广低于预期；锂电池材料的技术风险；服装业务对业绩的影响。

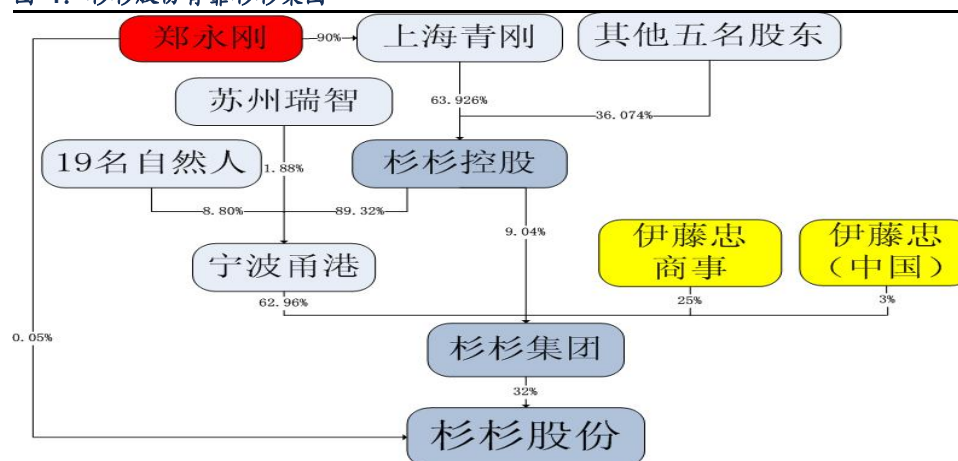
## 千亿综合商社主体，未来发展潜力巨大

### 杉杉集团走向千亿综合商社

#### 杉杉股份背靠杉杉集团

杉杉股份的母公司是杉杉集团。杉杉集团创立于 1989 年，2010 年销售额达 142 亿，资产总额超过 169 亿。旗下拥有跨地域、跨行业的 102 家具有独立法人资格的下属企业，产业涉及时尚产业、新能源新材料、投资、园区开发、国际贸易、文化产业六大板块。

图 1：杉杉股份背靠杉杉集团



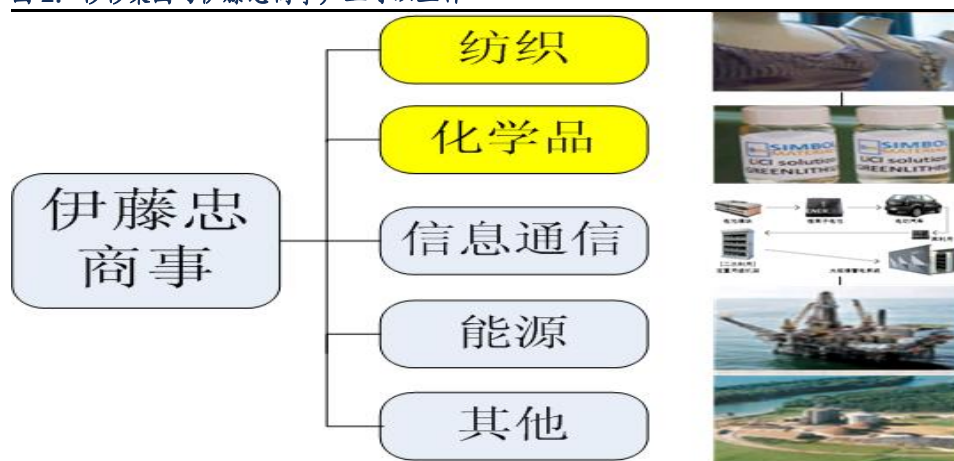
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：数据来源于 2011 年年报

#### 杉杉集团的千亿综合商社之路

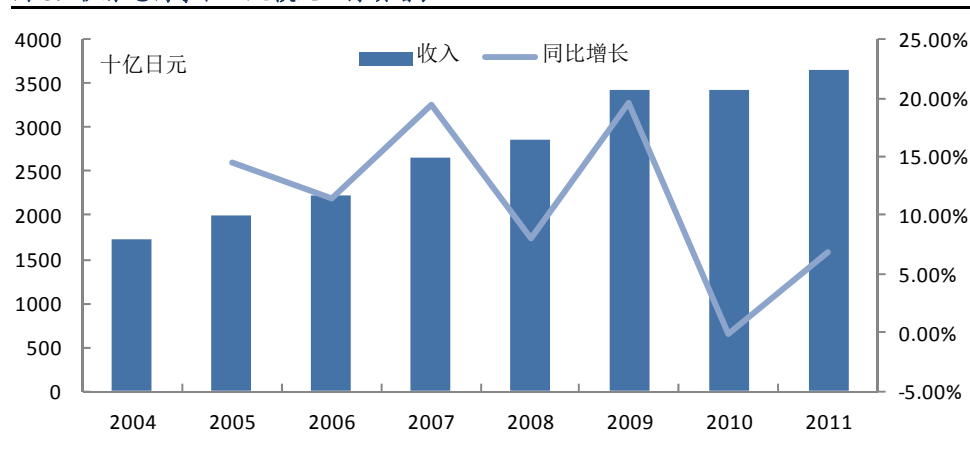
杉杉集团向综合商社转型。2009 年 2 月，杉杉集团与世界 500 强企业、日本伊藤忠商事株式会社签署全面战略合作协议，同时，杉杉控股将其持有的杉杉集团 28% 的股份转让给伊藤忠。伊藤忠商事是日本最大的综合商社之一，2011 年营业收入达到 438.93 亿美元。杉杉集团与伊藤忠商事涉及的产业可以互补，集团希望借助外资的管理和资源优势，实现公司 2018 年千亿综合商社的战略目标。

图 2: 杉杉集团与伊藤忠商事产业可以互补



资料来源: 伊藤忠商事, 信达证券研发中心

图 3: 伊藤忠商事收入规模大、持续增长



资料来源: 伊藤忠商事, 信达证券研发中心

**跨入新的发展阶段, 未来杉杉集团销售收入将快速增长。**自 1989 年 5 月 23 日杉杉品牌创立以来, 杉杉集团的发展可以分为三个阶段。第一次阶段: 从创立到 1999 年, 杉杉集团由资不抵债的国有企业发展到中国本土最大的服装集团之一; 第二个阶段: 从 1999 年到 2009 年, 杉杉集团由一个服装企业发展到一个大型产业集团。其中的每一个阶段, 杉杉集团都实现了销售收入十年十倍的增长。2009 年以来, 杉杉集团的发展跨入综合商社阶段, 期间不断探索中国式商社道路, 我们预计未来几年集团的销售收入将翻倍增长。



图 4：综合商社阶段收入将快速增长



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

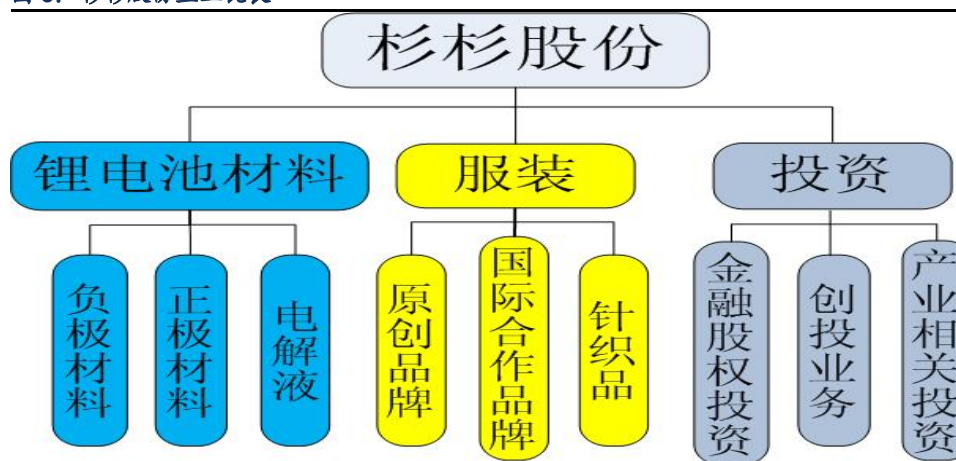
## 千亿综合商社主体，具有持续发展优势

### 杉杉股份是集团的发展主体

**杉杉股份是杉杉集团的旗下的核心企业。**杉杉股份现在经营锂电池材料、服装、投资三大主业，这三项业务是杉杉集团最核心的产业，具有广阔的市场空间。

集团公司的商社化运营，加上引入的日方先进管理模式和渠道，有利于杉杉股份公司产品走出去，实现规模扩张。同时，当上市公司经营出现不利情况时，集团公司可以帮助剥离不利于主业发展的资产。2009年，杉杉股份旗下松江铜业的资产状况较2008年收购时发生较大变化，资产存在较大减值，盈利能力下降。集团为支持上市公司稳健发展，以原价32,000万元回购松江铜业24.92%的股权。

图 5: 杉杉股份主业优良



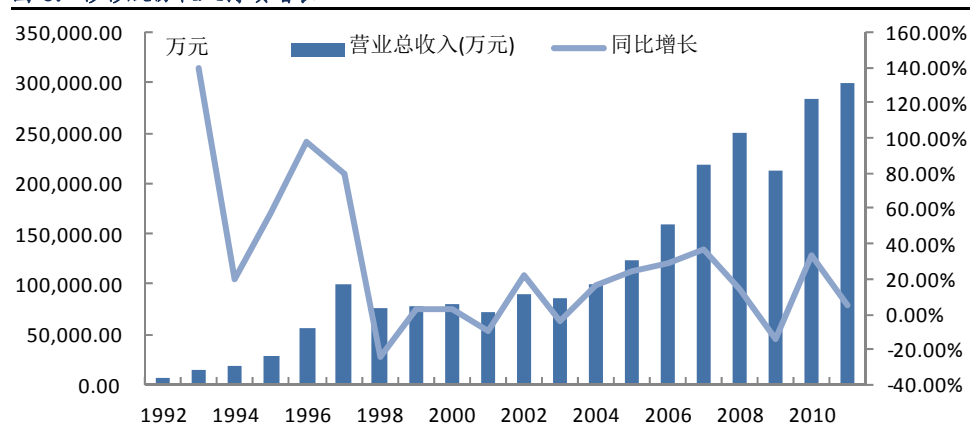
资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

#### 杉杉股份业务发展可持续性

在集团的支持下, 杉杉股份的收入持续增长。1999 年杉杉集团由一个服装企业向一个大型产业集团转型时, 作为主体的杉杉股份逐步进入锂电池材料、投资行业, 但经历了三年左右的收入调整期, 公司才得以快速发展。

我们预计, 2009 年杉杉集团进入中国式商社的发展阶段后, 同样会经历三年左右的调整期。但三年后, 杉杉股份的业绩将快速增长。

图 6: 杉杉股份收入持续增长



资料来源:wind, 信达证券研发中心



## 锂电驱动未来，需求空间巨大

### 锂电池市场空间已经打开

锂离子电池是 20 世纪 90 年代初诞生的新一代可充电电池，目前处于成长期，发展潜力巨大。

从相对优势来看，相对于其他二次电池，锂离子电池具有能量密度高、循环寿命长、绿色环保等突出优势，这使它成为化学电源应用领域中最具竞争力的电池。

从行业发展看，二次电池经历了从以镍镉电池为主，到镍镉、镍氢及锂离子电池多样化发展，再到目前以锂离子电池为主的过程。

表 1：锂电池性能优良

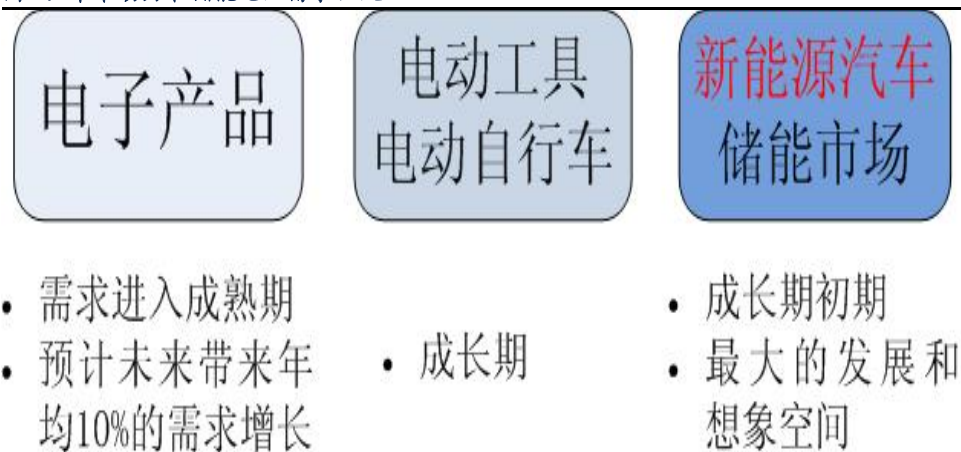
项目	铅酸电池	镍镉电池	镍氢电池	锂电池
商品化时间	1890 年	1956 年	1990 年	1992 年
工作电压	2.0V	1.2V	1.2V	3.3 ~ 3.7V
能量密度	<30Wh/kg	50Wh/kg	60 ~ 80Wh/kg	100 ~ 150Wh/kg
每月自放电率	4 ~ 5%	20 ~ 30%	30 ~ 35%	<5%
记忆效应	无	有	有	无
价格	<0.2\$/Wh	0.5\$/Wh	0.5 ~ 1\$/Wh	0.3 ~ 1\$/Wh
工作温度范围	-20 ~ 60℃	20 ~ 60℃	20 ~ 60℃	-20 ~ 60℃
优点	1、技术成熟； 2、价格低	1、可快速充电； 2、价格便宜； 3、循环寿命长	1、可快速充电； 2、高功率放电； 3、能量密度稍高； 4、循环寿命长	1、可快速充电； 2、高功率放电； 3、能量密度稍高； 4、循环寿命长
缺点	1、不可快速充电； 2、能量密度低； 3、寿命短	1、记忆效应； 2、能量密度低； 3、环保问题（Cd）	1、具些许记忆效应； 2、高温下性能差； 3、充放电效率差	1、价格高； 2、安全性
动力电池定位	用于电动自行车、低速车及大客车	即将退出市场竞争	占 HEV 电池主导地位，但难满足更高电动化程度需求	临近大规模商用，未来将成主流
行业生命周期	成熟期	衰退期	成熟期	成长期

资料来源：信达证券研发中心

锂离子电池有三大应用领域，传统电子产品领域平稳增长，未来动力和储能电池需求巨大。首先，在传统领域，锂离子电池

已经广泛用于电子产品中，比如笔记本电脑、手机、数码相机等。其次，在动力电池方面，锂离子电池逐步在电动工具、电动自行车等领域得到应用，而新能源汽车市场的逐步启动，使锂离子电池迎来一个巨大的发展机遇。最后，在储能电池方面，风电和太阳能储能市场发展空间很大，未来锂电池的应用具有较大的空间。

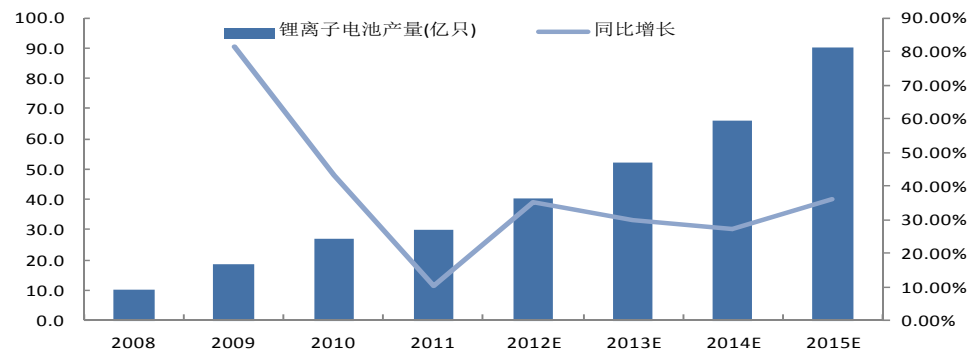
图 7：未来动力和储能电池需求巨大



资料来源：中国化学与物理电源行业协会，信达证券研发中心

由于电子产品、电动工具、新能源汽车和储能等终端需求的增长，锂电池产品市场将迎来快速发展势头，我们预计十二五期间锂电池产量年均增长率为 20% 以上。

图 8：锂电池市场空间巨大



资料来源：wind，信达证券研发中心

中短期受政策驱动

从中短期来看，锂电池的需求受政策驱动影响比较大。

目前，各国政府的能源危机、环境保护意识不断加强，新能源产业备受关注，政府不断出台相关政策进行扶持，锂离子电池面临前所未有的发展机遇。

2010 年 10 月 10 日，国务院颁布了《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》（以下简称《决定》），明确提出了现阶段要重点培育和发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等七大战略性新兴产业。锂离子电池是新能源和新能源汽车的重头戏，《决定》很大程度上刺激了锂离子电池的需求。

2012 年 4 月 18 日，国务院讨论通过《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）》，这表明了电动车已成为我国汽车工业转型的主要战略，锂电池将成为未来发展核心，面临着千载难逢的机遇。

我们预计，中短期受政策驱动，我国锂电池产量将维持较快速度的发展。

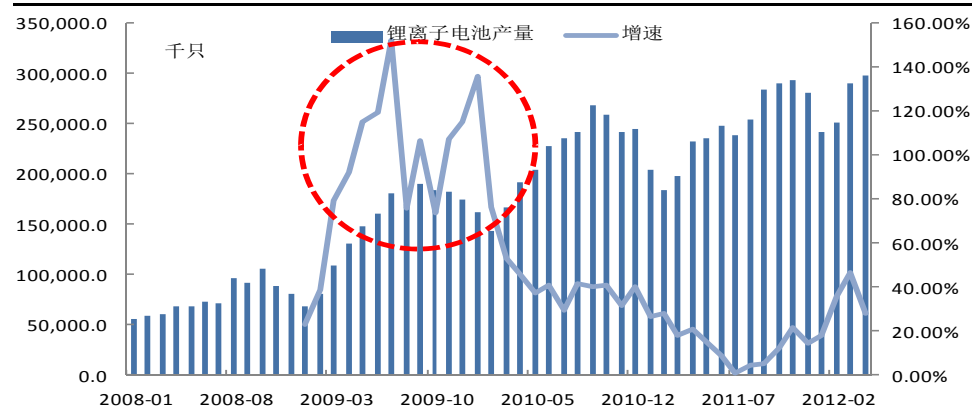
**表 2：政策驱动锂电池需求**

时间	政策或目标
2009 年 1 月	财政部、科技部出台了《关于开展节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知》和《节能与新能源汽车示范推广财政补助资金管理暂行办法》，决定在北京、上海等 13 个城市开展节能与新能源汽车示范推广工作；并对采用新能源的城市公交电动客车最高补贴为 50 万元，对乘用车电动汽车和轻型商用电动汽车最高补贴为 6 万元。
2009 年 3 月 20 日	国家发布《汽车产业调整和振兴规划》，提出未来三年内中国新能源汽车的发展战略：到 2011 年，包括纯电动、充电式混合动力和普通型混合动力在内的新能源汽车要形成 50 万辆的产能，新能源汽车销量要占到乘用车销售总量的 5% 左右。
2010 年 6 月	财政部颁布《私人购买新能源汽车试点财政补助资金管理暂行办法》，选定上海、深圳、杭州、长春和合肥 5 个城市作为试点（后来又增加了天津、海口、郑州、厦门、苏州、唐山和广州等 7 个城市），对私人购买新能源汽车（插电式(plug-in)混合动力乘用车和纯电动乘用车）给予一次性补助；对动力电池、充电桩等基础设施的标准化建设给予适当补助；对满足支持条件的新能源汽车，按 3000 元/千瓦时给予补助；插电式混合动力乘用车最高补助 5 万元/辆；纯电动乘用车最高补助 6 万元/辆。
2010 年 10 月 10 日	国务院颁布了《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》（以下简称《决定》），明确提出了现阶段要重点培育和发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等七大战略性新兴产业。
2012 年 4 月 18 日	出台《节能与新能源汽车发展规划（2011-2020 年）》，到 2015 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量达到 50 万辆，到 2020 年超过 500 万辆。

资料来源：信达证券研发中心

2009 年，新能源汽车试点（十城千辆）启动，带来锂离子电池 60%以上的同比增长。2012 年，《节能与新能源汽车产业发展规划（2012—2020 年）》正式颁布实施，新能源汽车可能呈现翻倍的增长，我们预计将重新推动锂离子电池产量高速增长。未来，如果全球进入新能源汽车时代，将极大地增加锂电池的需求。

图 9：我国锂电池产量受政策驱动

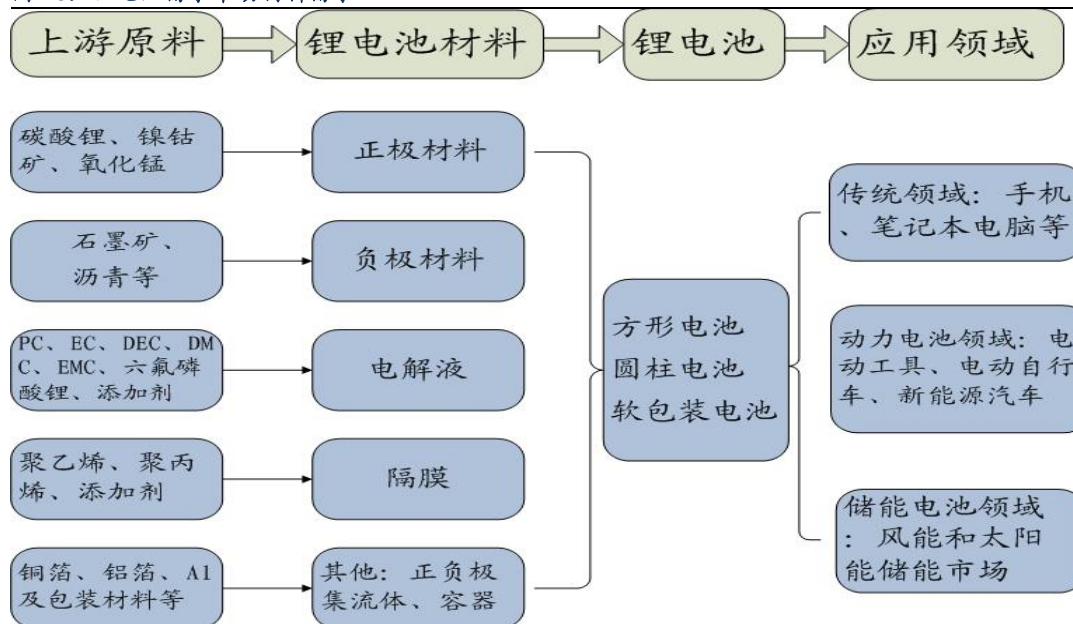


资料来源：CEIC，信达证券研发中心

## 锂电池材料需求巨大

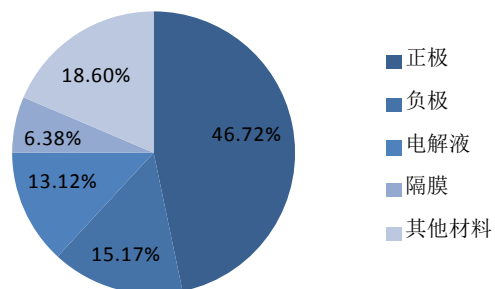
锂电池持续快速的需求增长给锂电池材料市场带来机会。锂电池材料包括正极材料、负极材料、电解液、隔膜和其他材料五个方面。根据高工锂电产业研究所统计，2011 年我国锂电池材料产值 108.37 亿元，正极、负极、电解液三者产值占比达到 68.96%。

图 10: 锂电池需求带动材料需求



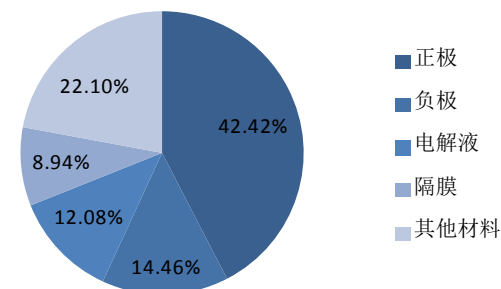
资料来源：信达证券研发中心

图 11: 2009 年正极、负极和电解液产值占比超 70%



资料来源：高工锂电产业研究所，信达证券研发中心

图 12: 2011 年正极、负极和电解液产值占 68.96%



资料来源：高工锂电产业研究所，信达证券研发中心

新能源汽车销量的增长将打开锂电池材料的需求空间。我们预计“十二五”期间新能源汽车带来的正极材料、负极材料、电

解液市场分别达到 65.76 亿、13.15 亿、12.33 亿。

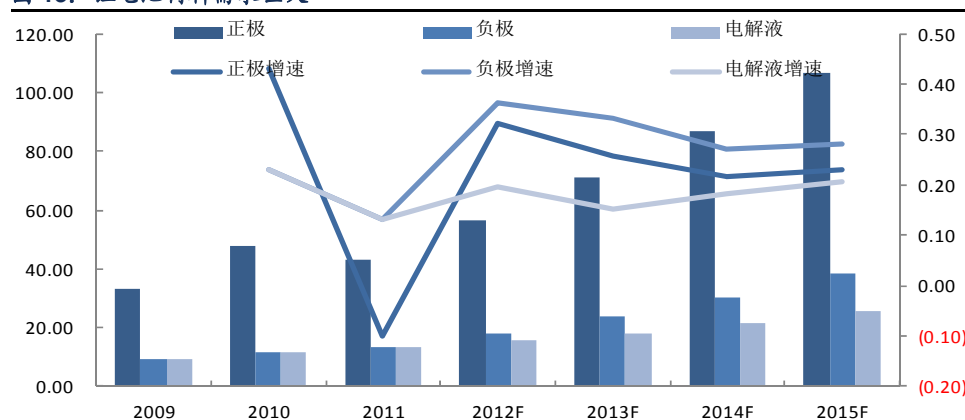
表 3: 新能源汽车带动锂电池材料的需求

	新能源汽车			单个汽车要求		电池	负极材料	正极材料	电解液
	PHEV 数量 (辆)	EV 数量 (辆)	合计 (辆)	PHEV 电池 容量(KWh)	EV 电池容 量 (KWh)	市场容量 (亿元)	市场容量 (亿元)	市场容量 (亿元)	市场容量 (亿元)
2011	2580	5579	8159	16.00	40.00	7.93	0.25	1.27	0.24
2012E	8402	12603	21005	16.00	40.00	19.16	0.61	3.07	0.57
2013E	18840	28260	47100	16.00	40.00	42.96	1.37	6.87	1.29
2014E	48226	72339	120565	16.00	40.00	109.96	3.52	17.59	3.30
2015E	101308	151962	253270	16.00	40.00	230.98	7.39	36.96	6.93
合计			450099			410.98	13.15	65.76	12.33

资料来源:信达证券研发中心

受益于锂电池需求推动,锂电池材料产值将快速增长。我们预计,锂电池材料产值未来几年将保持年均 20%以上的增长速度。

图 13: 锂电池材料需求巨大



资料来源:信达证券研发中心

从全球格局来看,全球锂电池的制造中心正向中国转移,会加大对锂电池材料的需求。近几年,锂电池全球格局由中、日、韩三国主导,但中国的锂电池企业发展迅速,占全球总产值的比例不断提升。目前,国内已经出现比亚迪、力神、比克、ATL 等大型锂电池生产企业。同时,由于中国相对低廉的人工成本和巨大的市场空间,日本、韩国等国家和地区也纷纷来中国投资锂电池生产线。这两方面的发展使得中国日益成为全球锂电池的制造中心。伴随着这一趋势,我们预计我国锂电池材料产值占全球比值将不断增大。



## 杉杉锂电业务优势明显：全球最大锂电材料综合提供商

杉杉股份致力于做全球最大的锂电池材料提供商，产品主要包括正极、负极、电解液。目前，公司各种锂电材料已经实现搭配销售，相对其他锂电材料提供商具有较大的优势。

### 负极材料国际领先

#### 行业成熟，杉杉是龙头

目前，全球负极市场比较成熟，主要应用的是碳素材料。国内生产的负极材料已经达到世界先进水平，成功实现了进口替代。

杉杉股份是负极材料龙头企业，技术和产品性能国际领先。杉杉股份的负极材料主要由子公司上海杉杉科技生产，设计产能达到 12000 吨。

杉杉股份拥有负极的中间相炭微球技术。其中间相炭微球产品技术壁垒比较高，主要供应中高端市场，具有核心竞争优势。

表 4：杉杉是负极龙头

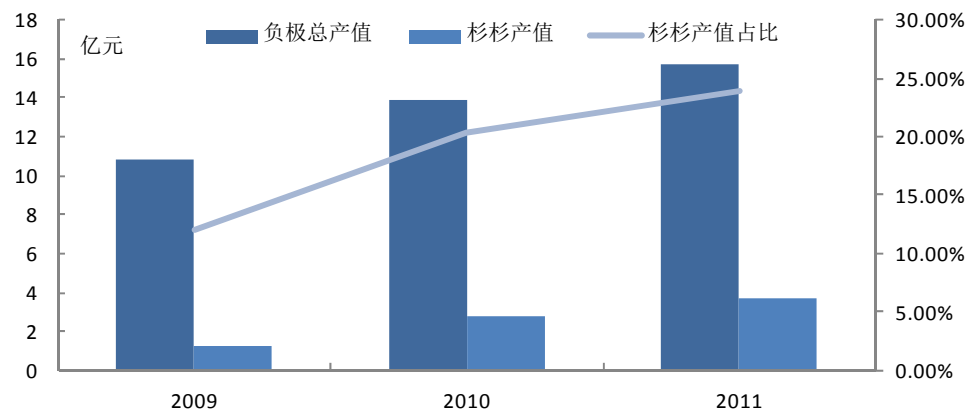
企业名称	规模得分	技术得分	总得分	备注
深圳市贝特瑞新能源材料股份有限公司	60	38	98	中国宝安控股
上海杉杉科技有限公司	56	37	93	杉杉股份控股
湖南摩根海容新材料股份有限公司	53	35	88	原湖南海容
青岛雅能都化成有限公司	48	38	86	日本三菱化学投资
大连丽昌新材料有限公司	46	38	84	台湾威盛集团控股
新乡市赛日新能源科技有限公司	46	34	80	
江西正拓新能源科技有限公司	43	32	75	

资料来源：高工锂电产业研究所，信达证券研发中心

### 未来业绩将持续提升

杉杉的负极产品产值一直在提升。2011 年公司负极产值为 3.75 亿元，占全国负极产值达 23.93%。我们预计 2011 年公司负极产品的毛利率约 33%左右。

图 14：杉杉负极产值持续提升



资料来源：高工锂电产业研究所，信达证券研发中心

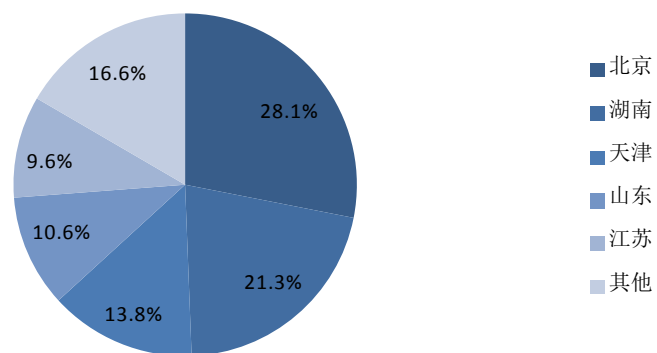
公司在拓宽中间相炭微球产品优势的同时，积极开发其他品种，为客户提供多样化的选择。目前，公司负极产品可以分为中间相系列、人造石墨系列、天然石墨系列、综合型系列等四大系列成熟产品，并积极开发硬炭等新品种。

## 正极材料在转型，盈利能力提高

### 竞争激烈，行业在变化

目前国内正极材料厂商投资加大，竞争日益激烈。正极材料厂商众多，湖南杉杉正极材料设计产能 10000 吨，处于市场的第一梯队。从地域分布看，北京、湖南、天津、山东和江苏集中了正极材料大部分的产能。环渤海区域的北京、天津和山东三个省份汇集了当升科技、中信国安盟固利、北大先行、天津巴莫、天津斯特兰、青岛乾运和青岛新正等企业。湖南省内拥有湖南杉杉和湖南瑞翔两家产量较大企业，在所有省份中排第二。

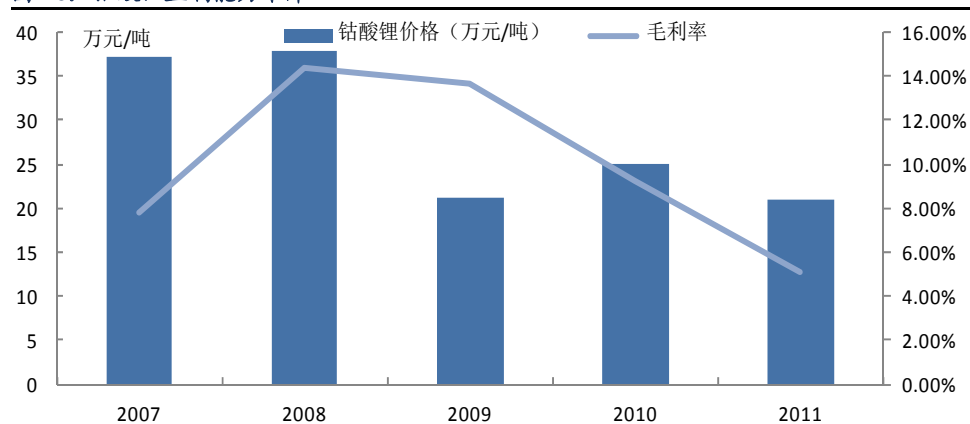
图 15: 正极行业竞争激烈



资料来源: 高工锂电产业研究所, 信达证券研发中心

伴随着竞争的激烈, 正极材料尤其是钴酸锂产品价格出现下跌, 盈利能力下降。原因首先是正极材料同质化竞争, 客户依赖度高; 其次是钴酸锂不适合应用于动力电池, 未来空间有限。这也是 2011 年公司业绩不理想的原因。

图 16: 钴酸锂盈利能力下降



资料来源: 当升科技, 高工锂电产业研究所, 信达证券研发中心

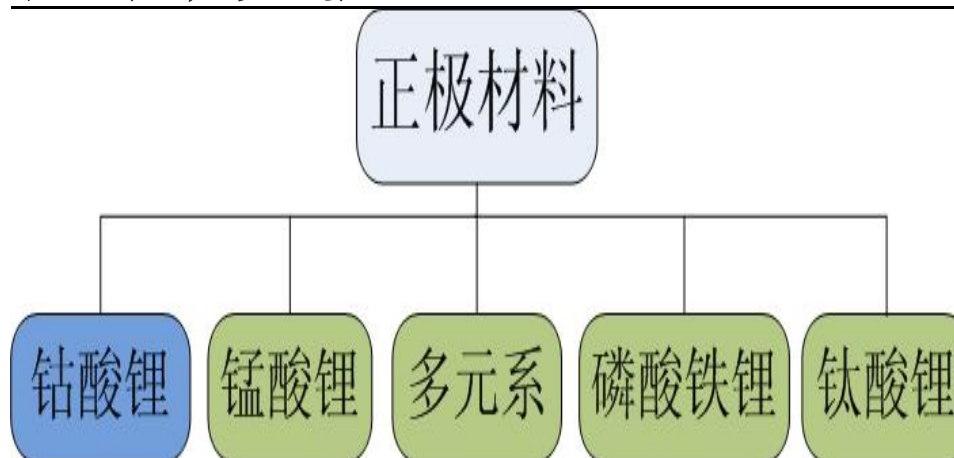
### 积极转型, 盈利将提升

面对激烈的竞争, 杉杉股份积极转型。杉杉正极材料原来主要生产钴酸锂产品, 现在积极开发锰酸锂、多元系、磷酸铁锂、钛酸锂等产品。其中锰酸锂、多元系、磷酸铁锂产品安全性较高, 比较适合应用于动力电池。同时这三种产品的盈利能力较

高。

除磷酸铁锂之外，其他正极材料可以共线生产。这样，公司能按照市场需求，灵活提供各种正极产品。我们预计公司今年正极收入有望超过当升科技。

图 17：公司正极产品多元化发展



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

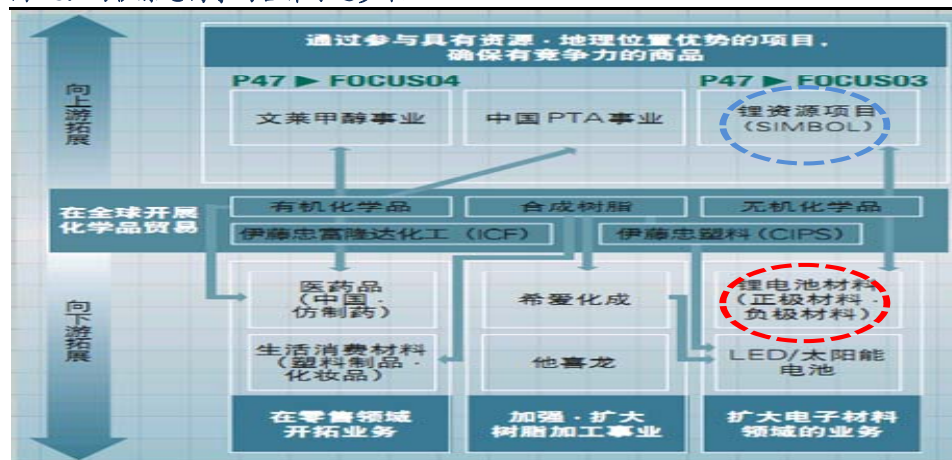
表 5：钴酸锂以外的正极材料更适合于动力电池

	钴酸锂	锰酸锂	多元系	磷酸铁锂
工作电压 (V)	3.6	3.7	3.6	3.2
循环次数	> 300	> 500	> 800	> 2000
安全性	低	较好	较好	好
价格	高	低	较高	较低
低温性能	好	好	好	较差
盈利能力	较低	较高	较高	较高
适用领域	小型电池	动力电池	小型、动力电池	动力电池

资料来源：信达证券研发中心

公司从 2009 年开始尝试和日本伊藤忠商事合作开发正极材料，到 2011 年正式开始在锂电池正极材料业务与日方展开合作。2011 年湖南杉杉变更为湖南杉杉户田新材料有限公司，与日方将通过业务整合、资源配置和人才引进，在技术支持、产品研发及市场开发等方面深入合作，推动公司整个锂电正极材料产业的技术升级和规模扩张。

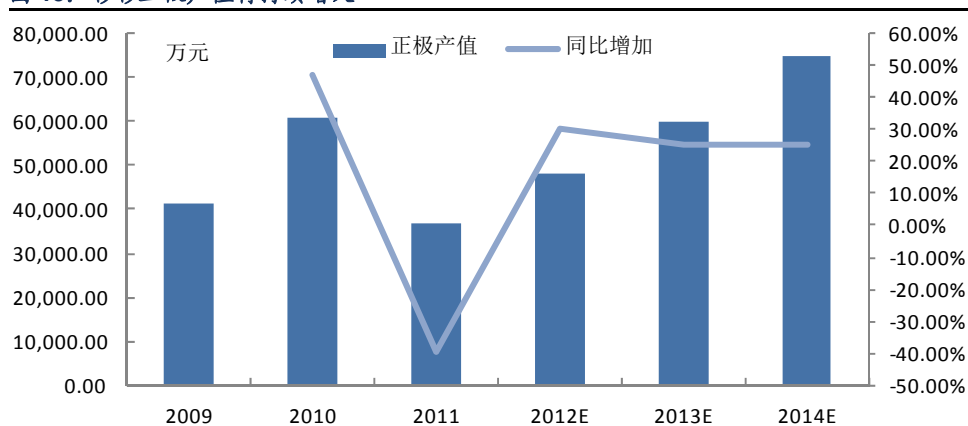
图 18: 与伊藤忠商事的合作可逐步深入



资料来源: 伊藤忠商事, 信达证券研发中心

通过业务转型和与日方合作, 公司规模和盈利能力将不断加强。我们预计公司正极材料的产值在经历 2011 年的阵痛之后, 将重新持续上升。

图 19: 杉杉正极产值将持续增大



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 电解液材料低调增长

### 行业布局趋于平衡, 盈利能力稳定

目前, 国内锂电池电解液市场的国产化率超过 80%, 企业布局趋于平衡。国内比较成熟的企业有江苏国泰花荣化工、东莞杉

杉、天津金牛、新宙邦、广州天赐等公司。

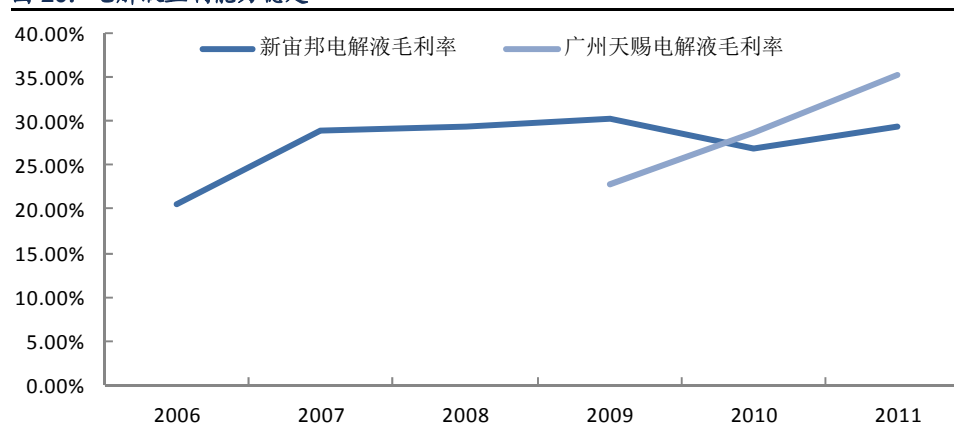
**表 6: 行业布局稳定**

厂商	目前产能 (吨)	备注
国泰华荣	5000	江苏国泰子公司; 通过技改扩产到 10000 吨, 2012 年验收
东莞杉杉	5000	杉杉股份子公司
天津金牛	5000	六氟磷酸锂产能达到 700 吨
新宙邦	3600	规划在南通基地再建设 5000 吨/年电解液产能
广州天赐	2540	规划将建成 6000 吨/年电解液产能, 300 吨六氟磷酸锂产品 2011 年投产

资料来源: 相关公司公告, 信达证券研发中心

目前, 随着厂商产能的投放, 下游需求也平稳增长, 电解液供需比较平衡。所以电解液产品盈利能力比较稳定, 产品毛利率在 30% 左右。

**图 20: 电解液盈利能力稳定**



资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

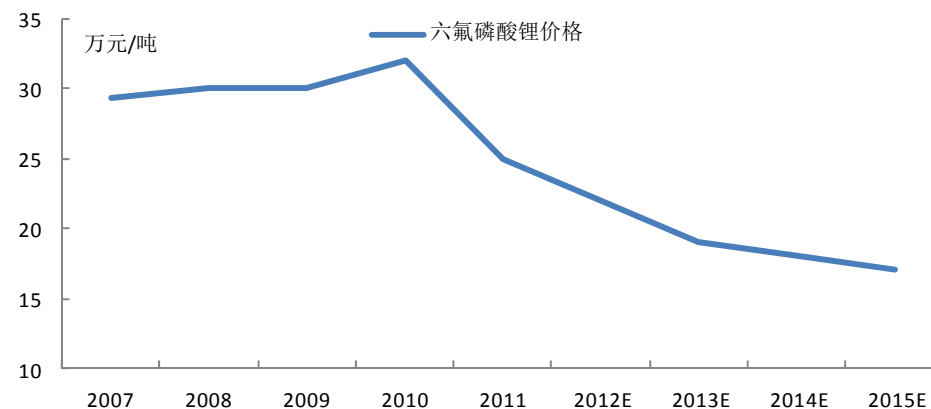
### 成本下降将提升盈利能力

六氟磷酸锂的国产化, 将大大降低电解液的生产成本。六氟磷酸锂是电解液的主要原料成本, 目前已经逐步实现国产化。天津金牛的六氟磷酸锂产能在 2010 年达到 700 吨, 未来将扩产到 1000 吨。2011 年又有多氟多、广州天赐两家公司六氟磷酸锂产品投产。多氟多 200 吨六氟磷酸锂项目已于 2011 年建成投产; 广州天赐 300 吨六氟磷酸锂产品于 2011 年 3 月顺利投产, 2011 年共生产六氟磷酸锂 92.22 吨。随着六氟磷酸锂国产化程度进一步提高, 六氟磷酸锂产品价格可能大幅下降, 这将提升



电解液产品的盈利能力。

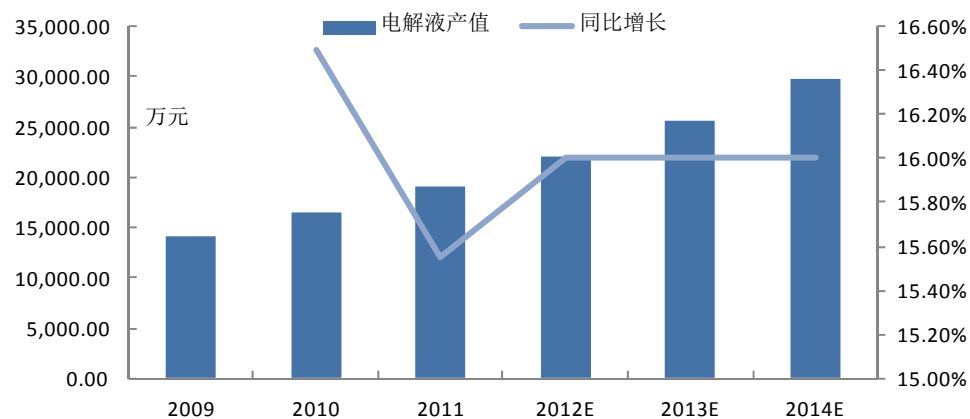
图 21：六氟磷酸锂价格下降将提升电解液盈利能力



资料来源：高工锂电产业研究所，信达证券研发中心

公司电解液产品收入保持稳健的增长，2011 年公司成功开发并形成批量生产的新样品配方达 11 个。未来公司的电解液产值将持续提升。

图 22：电解液产值将持续提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

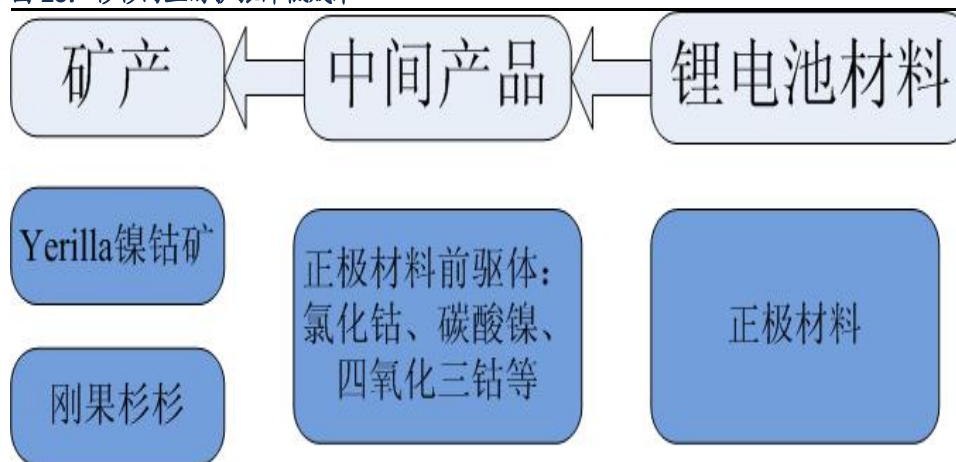
## 向上游扩张降低成本

在上游产业链方面，公司有两个方面的进展。

第一，寻求上游矿产。2009 年公司澳大利亚 Heron Resources Ltd. 签订合作协议共同开发镍钴矿项目，到 2011 年公司继续推进 Yerilla 镍钴矿项目，在前期合作的基础上深入开展技术可行性与经济效益的研究。公司通过对原材料资源的锁定，消化来自上游原料的成本压力，有利于提高公司的盈利能力。2010 年，杉杉科技成立刚果杉杉公司，进一步寻求上游原料钴资源。

第二，生产正极材料前驱体。2009 年公司收购湖南海纳新材料有限公司，到 2011 年湖南海纳正极材料前驱体相关项目得到有效推进，完成了单一产品向拥有氯化钴、碳酸镍、四氧化三钴等多元产品的战略转型，实现在锂电正极材料业务与上游原材料对接，这有利于打通整条产业链，提高产品附加值。

图 23：杉杉向上游扩张降低成本

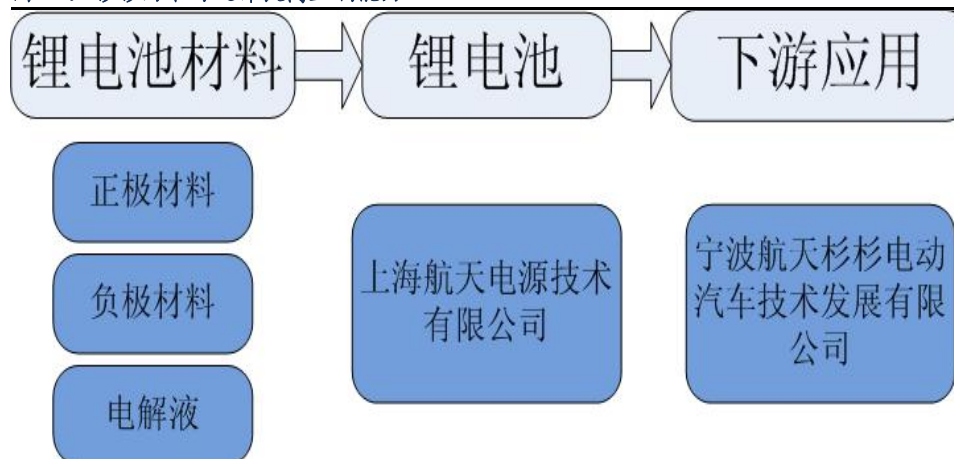


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 向下游延伸提高盈利能力

公司积极向下游锂电池以及电动汽车延伸，以提高公司产品附加值。2010 年，公司与上海空间电源研究所等机构合作组建上海航天电源技术有限公司，参股比例为 18%，参与投资“新能源汽车动力锂离子电池项目”，将产业链触角延伸至下游锂电池。2011 年，公司全资组建宁波航天杉杉电动汽车技术发展有限公司，将产业链延伸至下游新能源汽车产业。

图 24：杉杉向下游延伸提高盈利能力



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

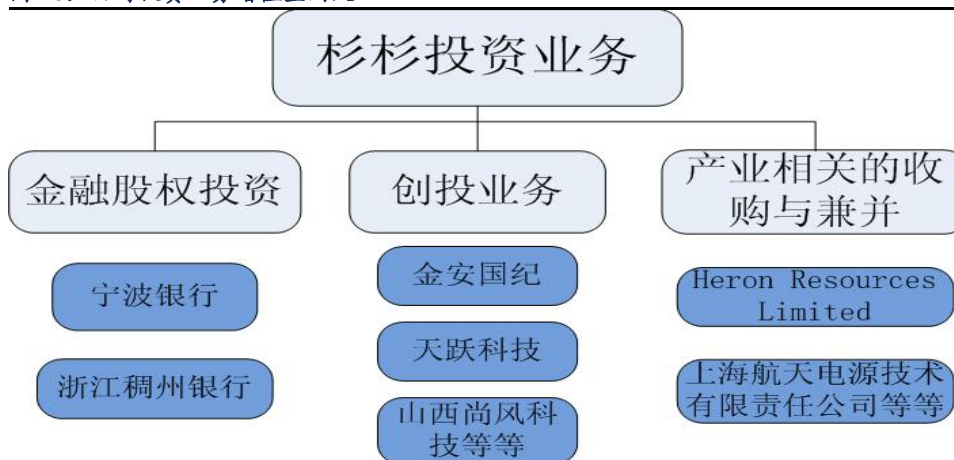
## 投资业务被低估

### 分类明晰，增值空间大

公司投资业务是三大主业之一，其投资业务主要包括三个方面：金融股权投资、创投业务、产业相关的收购与兼并。

公司投资业务具有很大的增值空间。在金融股权投资方面，公司已经拥有宁波银行 6.21%的股权、浙江稠州银行 6.87%的股权。在创投业务方面，公司已经投资了金安国纪、天跃科技、山西尚风科技、宁波新银通、福建华林蔬菜、信合焊材、青岛中油、世通重工等一批增长潜力大、行业前景看好的企业。在产业相关的收购与兼并方面，公司已经参股一系列服装、新能源、新材料公司，利用资本进行整合资源，提高公司长期发展潜力。其中宁波银行、金安国纪已经上市，未来如果有更多被投资的公司上市，公司投资业务价值将持续上升。

图 25：公司投资业务增值空间大



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 股权价值被低估

我们发现杉杉投资业务的价值被市场低估。

首先，已上市公司股权增值巨大。公司投资的宁波银行、金安国纪已经上市，杉杉所占股权价值高达 18.98 亿元，扣除投资成本 2.52 亿元，总计增值 16.47 亿元。公司股本为 4.11 亿股，增值部分折合每股价值约 4.01 元。

表 7：上市公司股权价值大

项目	投资成本（万）	所持股数（万）	在所投资企业占比	目前价值（万）
宁波银行	18155	17900	6.21%	180790.00
金安国纪	7000	1470	5.25%	9055.20

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

浙江稠州商业银行是一家优秀的中小银行，该银行上市后将大大增厚公司每股价值。

其次，给公司投资的全部股权估值，每股价值较大。对可供出售金融资产，我们按照公允价值进行估值；对公告了净资产的被投资公司，我们按照 1 倍市净率给公司持有的股权估值。对没有公布净资产的被投资公司，我们按照投资成本进行估值，投资成本大致为 2.86 亿。所以，我们认为公司投资的全部股权至少价值 27.02 亿元，折合每股 6.57 元。

表 8: 公司持有的股权价值大

项目	在所投资企业占比	所投资公司净资产(万)	杉杉所占净资产(万)	公允价值(万)
宁波银行	6.21%	1,972,523.30	122,493.70	180,790.00
金安国纪	5.25%	44,584.31	2,340.68	9,055.20
浙江稠州商业银行	6.87%	578,625.32	39,751.56	
天跃科技	18.91%	8,522.76	1,611.65	
宁波新银通	15.00%	4,454.52	668.18	
长沙澳大冶金工程技术有限公司	35.00%	166.94	58.43	
宁波空港物流发展有限公司	30.00%	4,720.73	1,416.22	
宁波乐卡克服饰有限公司	20.00%	5,575.88	1,115.18	
宁波杉京服饰有限公司	46.00%	6,964.35	3,203.60	
宁波乐谊服饰整理有限公司	25.00%	682.17	170.54	
宁波杉杉甬江置业有限公司	43.92%	8,640.30	3,794.82	
<b>净资产汇总(除宁波银行、金安国纪外)</b>			<b>51,790.18</b>	
<b>公允价值汇总</b>				<b>189,845.20</b>

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

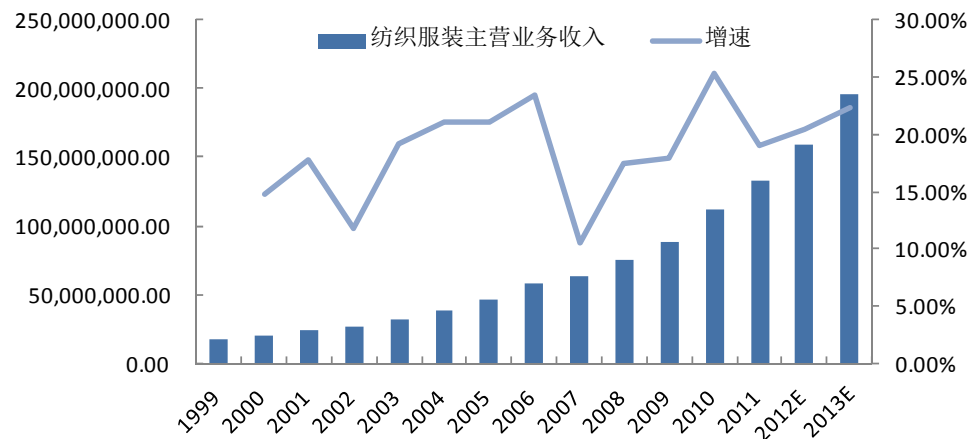
注: 所投资公司净资产为 2011 年年报数据, 公允价值为 2012 年 12 月 14 日数据

## 服装业务增长有望超出预期

### 国内消费潜力依然很大

我国仍然处于中等收入国家, 经济正由以投资驱动向以消费驱动转变, 我们预计未来服装消费将维持较快增长势头。

图 26: 未来服装消费将维持较快增长

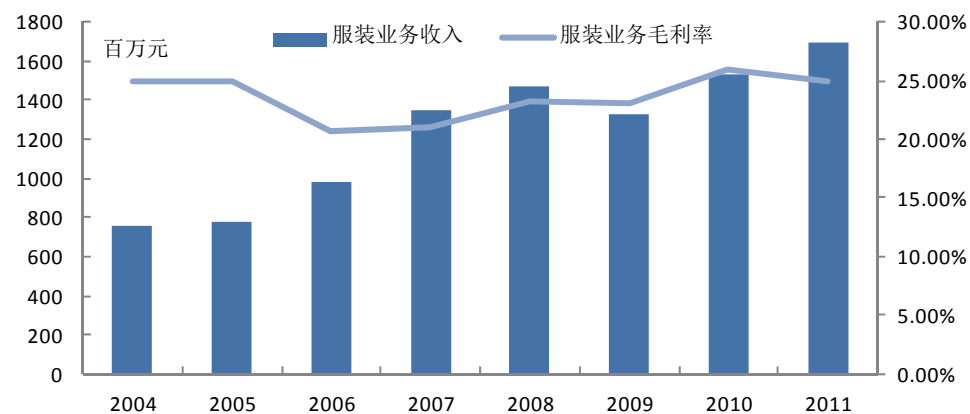


资料来源: wind, 信达证券研发中心

### “多品牌，国际化”发展，收入持续增长

近几年，公司服装业务一直在走“多品牌，国际化”发展道路，收入持续增长。经过二十几年的发展，杉杉已经由单一的服装生产加工企业向现代品牌时尚型企业转变。目前杉杉在做大杉杉核心品牌的同时，积极推出不同品牌、不同风格的产品满足消费者多样化的需求，并继续推进国际化战略。

图 27: 杉杉服装业务稳步增长



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

与其他厂商合作开拓品牌。从 2009 年开始，公司与伊藤忠商事开始在服装方面合作。公司充分借助伊藤忠的资源优势和管理



经验，引进了多个国际品牌，优化了品牌的管理，服装业务的盈利水平得到不断的提高。目前公司旗下除了拥有原创品牌“杉杉”服装外，还拥有 smalto、renoma、LUBIAM、Le Coq Sportif 等知名品牌 20 余个。

目前公司对服装业务进行整合，将其他品牌整合在一起管理，未来有助于提供公司整体的效率和收益情况。

图 28：与伊藤忠合作推进国际品牌业务



资料来源：伊藤忠商事，信达证券研发中心

## 盈利预测与投资评级

### 主要假设与经营预测

锂电池材料行业增长空间较大，公司相关收入将呈现较快的增速；服装行业已经比较成熟，公司经营多品牌模式将重塑公司服装业务，为服装业务带来稳步增长。我们预计公司 2012、2013、2014 年业务收入增速分别为 23.57%、20.33%、20.82%。

表 9：公司各项业务收入和毛利率预测

(单位：万元)		2010	2011	2012E	2013E	2014E
锂电池材料	营业收入	126,214.47	115,727.81	154,821.12	195,784.60	247,944.41
	营业收入 YOY	62.60%	-8.31%	33.78%	26.46%	26.64%

	毛利率	20.08%	23.02%	23.05%	23.76%	23.85%
服装	营业收入	152,802.04	169,495.27	199,665.18	232,472.35	271,437.06
	营业收入 YOY	14.96%	10.92%	17.80%	16.43%	16.76%
	毛利率	25.98%	24.92%	24.19%	24.80%	25.41%
其他业务	营业收入	5,034.78	14,994.46	16,493.91	18,143.30	19,957.63
	营业收入 YOY	89.81%	197.82%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	66.43%	29.79%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	营业收入	284,051.29	300,217.54	370,980.21	446,400.26	539,339.10
	营业收入 YOY	33.24%	5.69%	23.57%	20.33%	20.82%
	毛利率	24.07%	24.43%	24.20%	24.76%	25.05%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 估值与投资评级

为了反映公司服装、锂电材料、投资三大主营业务及母公司的实际经营情况，以体现公司多元化经营格局下的利润构成情况，公司在董事会报告中列出了各业务净利润情况，近三年的情况如表 10 所示。

表 10：公司董事会报告中各业务净利润情况（单位：万元）

	2009 年	2009 年细分领域主要盈利来源	2010 年	2010 年细分领域主要盈利来源	2011 年	2011 年细分领域主要盈利来源
锂电池材料	3226	上海杉杉（负极）：100；湖南杉杉（正极）：2306；东莞杉杉（电解液）：1254	8630	上海杉杉（负极）：3163；湖南杉杉（正极）：3295；东莞杉杉（电解液）：1435；宁波杉杉（负极）：1180	6774	上海杉杉（负极）：4292；湖南杉杉（正极）：258；东莞杉杉（电解液）：1527；宁波杉杉（负极）：789
服装业务	2467	宁波杉杉服装：2687；宁波杰艾希服装：127.6；宁波玛珂威尔服饰：138.6；宁波瑞诺玛服装：376.37	4266	宁波杉杉服装：4061；宁波杰艾希服装：56.1；宁波玛珂威尔服饰：77.55；宁波瑞诺玛服装：243.39；宁波鲁彼昂姆服饰：276	5902	宁波杉杉服装（含鄞州国立）：4403；宁波杰艾希服装：-189；宁波玛珂威尔服饰：63；宁波瑞诺玛服装：317；宁波鲁彼昂姆服饰：394
投资业务	277	--	1542	--	4284	--

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：2011 年服装业务的收入包括注销鄞州国立服饰产生的 3687.46 万元

但是，由于公司各业务净利润情况与合并利润表中体现的收益主要来自投资业务不一致，保守起见我们采取市净率法对公司进行估值。

为体现公司业务多元化情况，我们进一步采取分业务 PB 估值法对公司进行估值；同时，为严谨起见我们采用经过审计的 2011 年年度报告中数据进行分析。公司投资业务净资产对应的是可供出售金融资产和长期股权投资，主要是宁波银行和浙江稠州商业银行的资产，我们采取类比上市商业银行的市净率对其进行估值，而且对可供出售资产，我们它的价值调整到最新公允价值；对锂电材料和服装业务我们采取类比锂电材料和服装业务的平均市净率进行估值。

我们选取锂电池材料的可比公司、服装行业的可比公司、上市商业银行进行同业估值比较。目前上市的锂电池材料公司市净率平均水平在 2.32，上市的服装公司市净率平均水平在 2.51，上市商业银行市净率平均水平在 1.30。保守起见，我们给予公司锂电池材料和服装业务 2012 年市净率为 1.3-1.5 倍，投资业务 2012 年市净率为 1.1-1.2 倍。综合分析，我们认为公司合理估值区间为 9.54~10.53 元，考虑到公司锂电材料龙头地位、未来新能源汽车和储能发展对公司成长性的贡献以及目前行业仍处于底部区域的现状，首次覆盖给予公司“增持”评级。

**表 11：用分业务 PB 估值法对公司估值**

	净资产（百万）	PB	股本（亿）	对应每股净资产（元）
投资业务(可供出售金融资产)	1911.06	1.1~1.2	4.11	5.12~5.58
投资业务(长期股权投资)	948.11	1.1~1.2	4.11	2.54~2.77
锂电和服装业务	596.26	2	4.11	1.89~2.18
加总	--	--	--	9.54~10.53

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：净资产中可供出售金融资产根据最新股价调整，其余来自去年年报

**表 12：A 股锂电池、服装业务可比公司估值分析**

证券代码	证券简称	股价（元）	市值	PE（倍）			EPS（元）			PB（倍）	PS（倍）
			/百万	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E		
锂电池行业可比公司											
300073.SZ	当升科技	7.91	12.66	-1,712.58	124.96	47.11	-0.01	0.06	0.17	1.53	1.89
002594.SZ	比亚迪	16.99	399.96	28.89	234.99	60.64	0.60	0.07	0.28	1.89	0.82
300037.SZ	新宙邦	14.64	25.06	20.26	18.02	14.11	1.14	0.81	1.04	2.32	3.83
002466.SZ	天齐锂业	24.35	35.79	88.98	66.68	51.80	0.23	0.37	0.47	3.64	8.89
002460.SZ	赣锋锂业	18.35	28.04	51.65	39.03	31.53	0.32	0.47	0.58	3.87	5.90
002407.SZ	多氟多	13.31	29.62	36.90	36.18	24.91	0.39	0.37	0.53	2.06	2.16

000973.SZ	佛塑科技	3.85	35.38	7.03	38.16	18.87	0.05	0.10	0.20	1.94	0.91
600884.SH	杉杉股份	9.17	37.68	24.56	21.81	16.00	0.21	0.42	0.57	1.30	1.25
平均（PE 剔除当 升、比亚迪）	—	—	—	38.23	36.64	26.20	—	—	—	2.32	—
服装行业可比公司											
002029.SZ	七匹狼	17.93	90.33	21.91	16.10	12.84	1.38	1.11	1.40	4.58	3.09
002154.SZ	报喜鸟	8.75	52.40	14.23	10.61	8.45	0.59	0.82	1.04	2.42	2.58
002569.SZ	步森股份	11.51	10.74	20.33	17.88	15.57	0.60	0.64	0.74	1.85	1.50
002656.SZ	卡奴迪路	37.68	37.68	34.46	22.98	17.10	1.42	1.64	2.20	12.29	8.17
600233.SH	大杨创世	7.84	12.94	11.06	10.92	9.69	0.71	0.72	0.81	1.38	1.34
601566.SH	九牧王	15.89	91.95	17.75	13.69	11.99	0.99	1.16	1.33	2.31	4.07
平均（PB 剔除卡 奴迪路）	—	—	—	19.96	15.36	12.61	—	—	—	2.51	—
银行行业可比公司											
000001.SZ	平安银行	15.18	777.72	7.57	6.50	6.16	2.44	2.33	2.46	1.06	2.62
002142.SZ	宁波银行	10.10	291.27	8.95	7.27	6.56	1.06	1.39	1.54	1.56	3.66
600000.SH	浦发银行	8.90	1,660.16	6.08	5.08	4.61	1.45	1.75	1.93	1.12	2.44
600016.SH	民生银行	7.47	2,118.91	7.59	5.89	5.25	1.05	1.27	1.42	1.63	2.57
600036.SH	招商银行	11.70	2,524.46	6.99	6.52	6.01	1.66	1.79	1.95	1.53	2.63
601009.SH	南京银行	9.13	271.06	8.44	7.09	6.40	1.08	1.29	1.43	1.25	3.63
平均	—	—	—	7.60	6.39	5.83	—	—	—	1.30	—

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价、市值以 2012 年 12 月 14 日收盘价为基准，PB、PS 以上年年报为基准，其余为 wind 一致预期

## 风险因素

1、新能源汽车的推广低于预期；2、锂电池材料的技术风险；3、服装业务对公司整体业绩拖累。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	2,451.39	2,797.64	3,251.74	3,649.80	4,155.96
货币资金	741.36	913.55	1,132.68	1,234.47	1,259.71
应收票据	322.73	231.78	259.69	312.48	377.54
应收账款	563.01	602.32	739.80	848.16	1,024.74
预付账款	101.51	156.32	140.61	167.94	202.13
存货	658.92	814.59	899.88	1,007.66	1,212.75
其他	63.86	79.09	79.09	79.09	79.09
非流动资产	4,406.13	3,834.01	3,860.44	3,888.95	3,920.51
长期投资	780.89	948.11	948.11	948.11	948.11
固定资产	1,117.92	897.80	916.15	966.87	1,000.17
无形资产	181.33	163.60	154.52	145.44	136.36
其他	2,325.99	1,824.50	1,841.66	1,828.54	1,835.88
资产总计	6,857.52	6,631.65	7,112.18	7,538.75	8,076.47
流动负债	2,060.97	2,328.28	2,651.53	2,869.41	3,135.19
短期借款	1,013.68	1,354.61	1,354.61	1,354.61	1,354.61
应付账款	389.91	433.67	562.42	671.77	808.50
其他	657.38	539.99	734.50	843.03	972.07
非流动负债	1,165.38	1,007.37	1,007.37	1,007.37	1,007.37
长期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,145.38	1,007.37	1,007.37	1,007.37	1,007.37
负债合计	3,226.35	3,335.64	3,658.90	3,876.78	4,142.55
少数股东权益	352.47	396.65	397.43	398.48	399.84
归属母公司股东权益	3,278.70	2,899.36	3,055.84	3,263.50	3,534.08
负债和股东权益	6857.52	6631.65	7112.18	7538.75	8076.47

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,840.51	3,002.18	3,709.80	4,464.00	5,393.39
同比	33.24%	5.69%	23.57%	20.33%	20.82%
归属母公司净利润	120.73	153.40	156.48	207.65	270.58
同比	26.87%	27.06%	2.01%	32.70%	30.30%
毛利率	24.07%	24.43%	24.20%	24.76%	25.05%
ROE	3.57%	4.97%	5.26%	6.57%	7.96%
每股收益(元)	0.29	0.37	0.38	0.51	0.66
P/E	31	25	24	18	14
P/B	1.15	1.30	1.23	1.15	1.07
EV/EBITDA	15.53	13.03	12.52	10.72	9.12

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,840.51	3,002.18	3,709.80	4,464.00	5,393.39
营业成本	2,156.72	2,268.73	2,812.12	3,358.85	4,042.51
营业税金及附加	12.26	15.88	18.55	22.32	26.97
营业费用	182.98	216.17	238.41	286.88	346.61
管理费用	297.19	359.28	402.19	483.95	584.71
财务费用	88.40	127.46	127.27	125.08	124.06
资产减值损失	25.69	3.02	18.90	21.93	19.59
公允价值变动收益	6.24	-15.35	0.00	0.00	0.00
投资净收益	56.63	184.03	94.67	94.69	94.84
营业利润	140.15	180.33	187.03	259.68	343.78
营业外收入	21.09	22.49	27.34	23.64	24.49
营业外支出	3.18	7.30	4.68	5.05	5.68
利润总额	158.05	195.52	209.69	278.26	362.59
所得税	36.71	48.72	52.42	69.57	90.65
净利润	121.34	146.80	157.27	208.70	271.94
少数股东损益	0.61	-6.59	0.79	1.04	1.36
归属母公司净利润	120.73	153.40	156.48	207.65	270.58
EBITDA	347.23	440.16	458.19	535.08	628.68
EPS (摊薄)	0.29	0.37	0.38	0.51	0.66

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	76.73	35.98	389.11	284.55	221.14
净利润	121.34	146.80	157.27	208.70	271.94
折旧摊销	107.57	122.16	112.09	120.40	129.68
财务费用	81.60	122.48	136.41	136.41	136.41
投资损失	0.00	-56.63	-184.03	-94.67	-94.69
营运资金变动	-190.42	-211.87	69.38	-100.32	-234.74
其它	13.26	40.44	8.62	14.05	12.69
投资活动现金流	-541.37	-225.03	-33.57	-46.35	-59.49
资本支出	-210.52	-143.49	-128.24	-141.04	-154.33
长期投资	320.60	103.08	94.67	94.69	94.84
其他	-651.45	-184.62	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	385.73	395.86	-136.41	-136.41	-136.41
短期借款	6.01	60.53	0.00	0.00	0.00
长期借款	-92.49	430.73	0.00	0.00	0.00
其他	107.44	154.16	136.41	136.41	136.41
现金净增加额	-81.71	203.31	219.13	101.79	25.24

## 分析师简介

**范海波**，CFA，有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研究发展中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

## 新能源行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
佛塑科技	000973	东方电气	600875	精工科技	002006	亿晶光电	600537
中利科技	002309						

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上； <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%； <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间； <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	<b>看好：</b> 行业指数超越基准； <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。